

Bizim Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan bu rapor Sermaye Piyasası Kurulu'nun VII-128.1 no'lu Pay Tebliği'nin 29. Maddesi çerçevesinde Halk Yatırım Menkul Değerler A.Ş. tarafından hazırlanan Konya Kâğıt Sanayi ve Ticaret A.Ş. fiyat tespit raporunu değerlendirmek amacıyla hazırlanmış olup, yatırımcıların pay alım satımına ilişkin herhangi bir tavsiye veya teklif içermemektedir. Yatırımcılar, yatırım kararlarını halka arza ilişkin izahnameyi inceleyerek vermelidirler.

Konya Kâğıt Sanayi ve Ticaret A.Ş. Halka Arz Bilgileri

Konya Kağıt Sanayi ve Ticaret A.Ş.	
Borsa Kodu	KONKA
Halka Arz Yöntemi	Ortak Satışı
Halka Arz Şekli	Sabit Fiyatla Talep Toplama
Tahsisatlar	Yurt İçi Bireysel : %30 Yurt İçi Yüksek Başvurululu Bireysel : %30 Yurt İçi Kurumsal : %30 Yurt Dışı Kurumsal : %10
Kote Olunacak Pazar	Ana Pazar
Talep Toplama Tarihleri	18-19 Kasım 2021
Halka Arz Öncesi Sermaye	130.000.000 TL
Sermaye Artırımı	0 TL
Ortak Satışı	26.000.000 TL
Ek Satış	0 TL
Halka Arz Sonrası Sermaye	130.000.000 TL
Halka Açıklık Oranı	20,00%
Talep Toplama Fiyatı	6,95 TL
Halka Arz Büyüklüğü	180.700.000 TL
Halka Arz Öncesi Piyasa Değeri	903.500.000 TL
Halka Arz Sonrası Piyasa Değeri	903.500.000 TL

Halka Arz Çarpanları	
F/K 2021Ç2	6,25
FD/FAVÖK1 2021Ç2	14,99
FD/FAVÖK2* 2021Ç2	12,55
PD/DD 2021Ç2	1,14

Halka Arz Sonrası Çarpanlar	
F/K 2021Ç2	6,25
FD/FAVÖK1 2021Ç2	14,99
FD/FAVÖK2* 2021Ç2	12,55
PD/DD 2021Ç2	1,14

*Esas Faaliyetlerden Diğer Gelir/Gider Dahil Edilerek Hesaplanan FAVÖK Rakamına Göre

Özet Bilgi

- Şirket, 28 Haziran 1995 tarihinde “Tuş Ambalaj Sanayi Anonim Şirketi” unvanı ile süresiz olarak kurulmuştur. Şirket’in 20 Haziran 2003 tarihli yapılan olağanüstü genel kurul toplantısında “Kombassan Kâğıt Matbaa Gıda ve Tekstil Sanayi Ticaret A.Ş.” olarak değişen unvanı, 18.12.2020 tarihli Genel Kurul Kararı ile “Konya Kâğıt Sanayi ve Ticaret A.Ş.” olmuştur.
- Şirket, fiilen kâğıt ve defter üretimi ile matbaa-ambalaj faaliyeti ve Elektrik Piyasası mevzuatı uyarınca esas olarak kendi elektrik ve buhar enerjisi ihtiyacını karşılamak üzere Üretim Lisansı çerçevesinde elektrik enerjisi üretiminde bulunmaktadır.
- 2004 yılında 5,5 MW Gücünde Koojenerasyon esaslı üretim tesisi kurularak doğalgazdan elektrik ve buhar üretimine başlanmıştır. Üretilen bu enerjinin tamamına yakını kâğıt üretim tesisinde kullanılmaktadır.
- Şirket’in kâğıt üretimi konusunda doğaya, ormana ve çevreye duyarlılıkla ilgili olarak tüm dünyada geçerliliği olan SGS United Kingdom Ltd. tarafından Şirket’e verilmiş olan 04.06.2020 tarihli ISO 9001:2015 sertifika belgesi ve FSC (Forest Stewardship Council) tarafından verilmiş bulunan fotokopi kâğıdı, defter, paketlenme ve baskılı materyallere ilişkin 10.01.2017 tarihli FSC Kayıt Belgesi bulunmaktadır.
- Çevre İzin ve Lisans Yönetmeliği tahtında hazır selülozdan ve /veya atık kâğıttan her çeşit karton, kâğıt veya mukavva üretimi yapan tesisler çevre izni veya çevre izin ve lisans belgesi almakla yükümlü kılınan Çevreye Kirletici Etkisi Yüksek Düzeyde Olan İşletmeler (Çevre İzin ve Lisans Yönetmeliği Ek-1) listesinde yer almaktadır. Şirket’in Konya ve Güneşli tesisi için Çevre İzin Belgesi bulunmaktadır.

Halka Arz Gelirinin Kullanım Yerleri

Halka arz ortak satışı şeklinde gerçekleştirilecek olup, halka arz sonucunda Şirket’e doğrudan nakit girişi olmayacaktır. Halka arzdan elde edilecek gelir Halka Arz Eden Pay Sahibi’nin tasarrufunda olacaktır. Bera Holding A.Ş. tarafından alınan 11/10/2021 tarih ve 2021/49 sayılı Yönetim Kurulu Kararında halka arz gelirinin;

- 30.000.000 TL’si Pay Tebliği’nin 576. Madde hükmü gereğince Şirket’in Konya Kâğıt Sanayi ve Ticaret A.Ş.’ye olması beklenen ticari olmayan borcun ödenmesinde,
- 70.000.000 TL’si Holdingin grup şirketleri üzerinden kullandığı kredilerin ödenmesinde,
- 17.080.000-34.160.000 TL aralığında bir tutarın ilgili dönemde finansal durumun uygun olması ve genel kurulun karar vermesi hâlinde yapılacak kar dağıtımında kullanılması
- Bakiye kısmın ise grup şirketlerinin sermaye ihtiyaçlarının giderilmesinde

Kullanılacağı belirtilmiştir.

Ortaklık Yapısı

Konya Kağıt Ortaklık Yapısı	Halka Arz Öncesi		Halka Arz Sonrası	
	Sermaye (TL)	Pay Oranı	Sermaye (TL)	Pay Oranı
Hissedar				
Bera Holding A.Ş.	129.999.999	100,00%	103.999.999	80,00%
Mustafa Ulvi Bezirci	1	0,00%	1	0,00%
Halka Açık Kısım		0,00%	26.000.000	20,00%
Toplam	130.000.000	100,0%	130.000.000	100,0%

Mali Tablolar

Konya Kağıt Bilanço (TL)				
VARLIKLAR	2018	2019	2020	2021/06
Dönen Varlıklar	228.283.627	321.407.061	265.796.354	285.966.365
Nakit ve Nakit Benzerleri	2.189.125	26.433.195	66.996.536	11.153.244
Ticari Alacaklar	63.031.181	37.874.945	70.501.318	85.971.739
<i>İlişkili Taraflardan Ticari Alacaklar</i>	<i>1.445.511</i>	<i>1.207.156</i>	<i>1.245.539</i>	<i>1.467.627</i>
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Ticari Alacaklar</i>	<i>61.585.670</i>	<i>36.667.789</i>	<i>69.255.779</i>	<i>84.504.112</i>
Diğer Alacaklar	68.139.435	155.913.348	3.249.341	31.229.800
<i>İlişkili Taraflardan Diğer Alacaklar</i>	<i>68.074.985</i>	<i>155.848.898</i>	<i>3.087.648</i>	<i>31.123.938</i>
<i>İlişkili Olmayan Taraflardan Diğer Alacaklar</i>	<i>64.450</i>	<i>64.450</i>	<i>161.693</i>	<i>105.862</i>
Stoklar	83.752.650	86.260.227	106.328.753	131.858.251
Peşin Ödenmiş Giderler	3.312.626	3.664.080	4.413.461	3.255.565
Diğer Dönen Varlıklar	7.858.610	11.261.266	14.306.945	22.497.766
Duran Varlıklar	559.783.421	567.540.310	725.412.610	702.628.466
Finansal Yatırımlar	97.738.793	112.907.744	68.493.225	47.731.823
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımlar	114.856.314	108.825.831	161.296.366	157.928.197
Yatırım Amaçlı Gayrimenkuller	202.424.245	202.041.045	323.645.521	321.836.362
Maddi Duran Varlıklar	133.647.130	134.853.530	167.626.142	168.273.599
Maddi Olmayan Duran Varlıklar	273.392	437.201	447.895	397.358
Kullanan Hakkı Varlıkları	232.528	147.972	88.784	21.140
Ertelenmiş Vergi Varlığı	10.611.019	8.326.987	3.814.677	6.439.987
TOPLAM VARLIKLAR	788.067.048	888.947.371	991.208.964	988.594.831
KAYNAKLAR	2018	2019	2020	2021/06
Kısa Vadeli Yükümlülükler	107.133.634	162.129.746	75.838.803	86.878.408
Kısa Vadeli Borçlanmalar	24.691.507	28.154.689	1.659.872	5.308.801
Uzun Vadeli Borçlanmaların Kısa Vadeli Kısımları	20.079.633	38.109.014	45.092.390	37.949.565
Diğer Finansal Yükümlülükler	87.309	98.145	237.809	
Ticari Borçlar	27.670.078	15.557.295	14.897.904	21.643.411
<i>İlişkili Taraflara Ticari Borçlar</i>	<i>9.062.348</i>	<i>884.077</i>	<i>609.813</i>	<i>202.613</i>
<i>İlişkili Olmayan Taraflara Ticari Borçlar</i>	<i>18.607.730</i>	<i>14.673.218</i>	<i>14.288.091</i>	<i>21.440.798</i>
Çalışanlara Sağlanan Faydalar Kapsamında Borçlar	2.063.037	2.794.825	3.289.790	3.436.601
Diğer Borçlar	26.257.477	62.101.943	298.375	315.822
<i>İlişkili Taraflara Diğer Borçlar</i>	<i>26.155.179</i>	<i>61.785.473</i>	<i>147.383</i>	<i>147.384</i>
<i>İlişkili Olmayan Taraflara Diğer Borçlar</i>	<i>102.298</i>	<i>316.470</i>	<i>150.992</i>	<i>168.438</i>
Dönem Karı Vergi Yükümlülüğü	2.048.282	658.015	2.708.871	7.658.897
Kısa Vadeli Karşılıklar	1.538.751	1.887.431	1.960.486	2.485.376
<i>Çalışanlara Sağ. Fayd. İlişkin Kısa Vadeli Karş.</i>	<i>1.201.050</i>	<i>1.600.873</i>	<i>1.872.793</i>	<i>2.413.347</i>
<i>Diğer Kısa Vadeli Karşılıklar</i>	<i>337.701</i>	<i>286.558</i>	<i>87.693</i>	<i>72.029</i>
Diğer Kısa Vadeli Yükümlülükler	2.697.560	12.768.389	5.693.306	8.079.935
Uzun Vadeli Yükümlülükler	86.256.218	147.818.227	126.021.697	110.826.058
Uzun Vadeli Borçlanmalar	42.262.339	102.312.311	64.578.894	50.525.414
Diğer Finansal Yükümlülükler	176.381	16.849	16.849	
Uzun Vadeli Karşılıklar	6.641.524	7.530.422	9.640.833	11.927.623
<i>Çalışanlara Sağ. Fayd. İlişkin Uzun Vadeli Karş.</i>	<i>6.641.524</i>	<i>7.530.422</i>	<i>9.640.833</i>	<i>11.927.623</i>
Ertelenmiş Vergi Yükümlülüğü	37.175.974	37.958.645	51.785.121	48.373.021
ÖZKAYNAKLAR	594.677.196	578.999.398	789.348.464	790.890.365
Ödenmiş Sermaye	130.000.000	130.000.000	130.000.000	130.000.000
Sermaye Düzeltine Farktan	169.256.925	169.256.925	169.256.925	169.256.925
Ortak Kontrolde Tabi İş. İç. Bir. Kap. Ol. Pay. İliş. Primler			13.093.563	13.093.563
Kar veya Zar. Yen. Sınıflandırılma. Birik. Diğ. Kap. Gel. veya Gid.	267.774.109	267.022.475	250.895.092	250.081.321
Maddi Duran Varlık Yen. Değ. ve Ölçüm Kazanç/Kayıpları	230.391.199	230.391.199	253.411.180	253.411.180
Tanımlanmış Fayda Plan. en. Ölçüm Kaz./Kay.	-1.111.636	-1.741.784	-2.516.088	-3.309.812
Öz. Yön. Değ. Yat. Diğ. Kap. Gel. Kar/Zar. Sınıflandırılma. Pay.	38.494.546	38.373.060		-20.047
Kar veya Zararda Yen. Sınıf. Bir. Diğ. Kap. Gel. veya Giderler	-14.822.454	-1.769.021	8.985.705	-12.265.445
Ger. Uyg. Değ. Farklı Diğ. Kap. Gel. Yan. Fin. Var. Yen. Değ. ve Sınıf. Kaz/Kay	-7.825.878	4.005.904	8.985.705	-7.623.417
Özkaynak Yön. Değ. Yat. Diğ. Kap. Gel. Kar/Zar. Sınıflandırılma. Paylar	-6.996.576	-5.774.925		-4.642.028
Kardan Ayrılan Kısıtlanmış Yedekler	11.204.166	18.333.919	19.642.583	21.479.046
Geçmiş Yıllar Karları/Zararları	-14.381.928	-22.526.454	27.003.340	178.826.124
Net Dönem Karı/Zararı	45.646.378	18.681.554	170.471.256	40.418.831
TOPLAM KAYNAKLAR	788.067.048	888.947.371	991.208.964	988.594.831

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Konya Kağıt Gelir Tablosu						
TL	2018	2019	2020	2020/06	2021/06	Son 4Ç
Hasılat	377.899.026	399.825.062	407.964.886	224.309.835	289.500.765	473.155.816
Yıllık Değişim		5,8%	2,0%		29,1%	
Satışların Maliyeti (-)	-275.964.566	-322.983.190	-305.953.304	-165.192.413	-226.761.263	-367.522.154
Yıllık Değişim		17,0%	-5,3%		37,3%	
BRÜT KAR/ZARAR	101.934.460	76.841.872	102.011.582	59.117.422	62.739.502	105.633.662
Yıllık Değişim		-24,6%	32,8%		6,1%	
Brüt Kar Marjı	27,0%	19,2%	25,0%	26,4%	21,7%	22,3%
Genel Yönetim Giderleri (-)	-14.358.705	-16.890.170	-21.122.741	-10.301.556	-13.354.798	-24.175.983
Pazarlama, Satış ve Dağıtım Giderleri (-)	-11.443.598	-18.016.350	-23.446.215	-10.482.212	-11.560.524	-24.524.527
Faaliyet Karı	76.132.157	41.935.352	57.442.626	38.333.654	37.824.180	56.933.152
Yıllık Değişim		-44,9%	37,0%		-1,3%	
Faaliyet Kar Marjı	20,1%	10,5%	14,1%	17,1%	13,1%	12,0%
Amortisman	5.273.762	7.160.464	8.737.868	4.208.921	4.313.016	8.841.963
FAVÖK1	81.405.919	49.095.816	66.180.494	42.542.575	42.137.196	65.775.115
Yıllık Değişim		-39,7%	34,8%		-1,0%	
FAVÖK1 Marjı	21,5%	12,3%	16,2%	19,0%	14,6%	13,9%
Esas Faaliyetlerden Diğer Gelirler	26.113.369	7.084.111	13.514.973	6.237.491	12.083.078	19.360.560
Esas Faaliyetlerden Diğer Giderler (-)	-24.277.462	-7.450.162	-6.449.829	-2.716.738	-2.799.344	-6.532.435
ESAS FAALİYET KARI/ZARARI	77.968.064	41.569.301	64.507.770	41.854.407	47.107.914	69.761.277
Yıllık Değişim		-46,7%	55,2%		12,6%	
FAVÖK2	83.241.826	48.729.765	73.245.638	46.063.328	51.420.930	78.603.240
Yıllık Değişim		-41,5%	50,3%		11,6%	
FAVÖK2 Marjı	22,0%	12,2%	18,0%	20,5%	17,8%	16,6%
Yatırım Faaliyetlerinden Gelirler	193.407	39.017	181.258.373		2.042.684	183.301.057
Yatırım Faaliyetlerinden Giderler (-)	-413.914		-42.645.577			-42.645.577
Özkaynak Yöntemiyle Değerlenen Yatırımları	-703.674	-7.130.648		29.549.883	1.293.906	-28.255.977
FINANSMAN GİDERİ ÖNCESİ FAALİYET KARI/	77.043.883	34.477.670	203.120.566	71.404.290	50.444.504	182.160.780
Finansman Giderleri (-)	-52.207.699	-21.370.960	-23.513.504	-9.279.907	-9.708.770	-23.942.367
Finansman Gelirleri	37.577.680	12.178.504	20.023.245	10.393.326	11.370.168	21.000.087
SÜRDÜRÜLEN FAALİYETLER VERGİ ÖNCESİ K	62.413.864	25.285.214	199.630.307	72.517.709	52.105.902	179.218.500
Sürdürülen Faaliyetler Vergi (Gideri) / Geliri	-16.767.486	-6.603.660	-29.159.051	-6.200.873	-11.687.071	-34.645.249
Dönem Vergi Gelir/Gideri	-13.526.030	-6.696.392	-15.557.863	-10.061.681	-13.373.770	-18.869.952
Ertelenmiş Vergi Gelir/Gideri	-3.241.456	92.732	-13.601.188	3.860.808	1.686.699	-15.775.297
DÖNEM KARI/(ZARARI)	45.646.378	18.681.554	170.471.256	66.316.836	40.418.831	144.573.251

Kaynak: Bağımsız Denetim Raporu

Değerleme

- Halk Yatırım, Konya Kâğıt'ın halka arz fiyatının tespitinde indirgenmiş Nakit Akımı ve Çarpan metodunu kullanmış olup, her iki yöntem de eşit ağırlıklandırılarak nihai şirket değeri belirlenmiştir.
- Metodoloji olarak İNA'nın şirketin büyüme potansiyelini, nakit üretme kabiliyetini, gelecek dönemde ihtiyaç duyacağı fon miktarını ve yönetimin gelecek yıllardaki şirket performans beklentisini göstermesi açısından en uygun yöntem olduğu akademik makalelerde ifade edilmekte ve piyasada da sıkça bu yöntem kullanılmaktadır. Konya Kâğıt özelinde yönetimin beklentilerini yansıtması açısından İNA'nın kullanılmasını olumlu değerlendirmekteyiz.

Piyasa Çarpanları Analizi

- Piyasa çarpanları metodu değerlendirilecek şirkete benzer şirketlerin uygun rayiç piyasa çarpanlarının analizine dayanmaktadır.
- Halk Yatırım tarafından Konya Kâğıt'ın halka arz fiyatının belirlenmesinde BİST Orman, Kağıt, Basım Endeksi, BİST100 Endeksi ve yurt dışı benzer faaliyet gösteren şirketlerin Fiyat/Kazanç (F/K), Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK), Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD) ve Firma Değeri/Satışlar (FD/Satışlar) çarpanlarının medyanı kullanılmış olup tarafımızca makul bulunmaktadır.
- Benzer şirket çarpanları, 12.10.2021 tarihli veriler göre hesaplanmıştır. Konya Kağıt'ın ise gelir tablosu kalemleri için 2021/6 seçilmiş finansal/6x12 formülü ile yıllıklandırılmış ve özkaynak 2021/6 dönemi bilançodaki veri üzerinden değerlemeye dahil edilmiştir. Çarpan Değeri hesaplaması yapılırken Konya Kâğıt için gelir tablosu kalemleri için son 12 aylık (30.06.2020-30.06.2021) finansallarının kullanılmasının daha doğru olacağı kanaatindeyiz.

Yurt İçi BIST Orman Kâğıt Basım Endeks Şirketleri Çarpan Analizi

- Konya Kâğıt'ın halka arz sonrasında BIST Orman, Kağıt, Basım endeksinde işlem görebileceği değerlendirilmekte olduğundan endeks şirketlerinden gazete dergi basım haricindeki şirketlere ilişkin çarpanlarla hesaplama yapılmıştır.

Yurt İçi BİST Orman Kağıt Basım Şirketleri				
Şirket	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK	FD/Satışlar
ALKA	10,4	3,9	11,1	1,7
BAKAB	27,7	3,3	11,0	1,1
DURDO	47,1	6,2	10,7	1,8
KAPLM	27,6	7,3	13,7	1,5
KARTN	18,0	5,6	13,5	2,9
OLMK	16,4	3,5	10,7	1,0
ORMA	27,9	2,0	7,5	1,5
PRZMA	8,8	1,7	40,5	3,0
SAMAT	20,7	6,2	13,4	1,7
TIRE	9,8	4,0	8,0	1,2
VKING	5,2	4,4	29,2	1,9
Medyan	17,20	4,80	11,10	1,70

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

- Sonuç olarak F/K, PD/DD, FD/FAVÖK ve FD/Satışlar çarpanlarından elde edilen değerler eşit ağırlıklandırılarak BIST Orman Kâğıt Basım endeks şirketleri çarpan analizinden şirket için 1.781 milyon TL piyasa değeri hesaplanmıştır.

Yurtiçi BİST OrmanKağıtBasım(MnTL)	Çarpan(x)	Çarpan Değeri	Ağırlık
F/K	17,20	1.388,10	25%
PD/DD	4,80	3.791,71	25%
FD/FAVÖK	11,10	1.056,45	25%
FD/Satışlar	1,70	887,75	25%
Ağırlıklı Çarpan Değeri		1.781,0	

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Yurt İçi BIST100 Endeksi Çarpan Analizi

- BIST Orman, Kâğıt, Basım endeksine ek olarak yurtdışında ağırlıklı olarak takip edilen en yüksek piyasa değerine sahip şirketlerin işlem gördüğü BIST100 endeks çarpanları da değerlemede kullanılmış olup, F/K, PD/DD, FD/FAVÖK ve FD/Satışlar çarpanlarından elde edilen değerler eşit ağırlıklandırılarak BIST100 endeksi çarpan analizinden şirket için 764,5 milyon TL piyasa değeri hesaplanmıştır.

Yurt İçi BIST100 Endeksi (Mn TL)	Çarpan(x)	Çarpan Değeri	Ağırlık
F/K	6,97	563,48	25%
PD/DD	1,12	884,45	25%
FD/FAVÖK	8,86	828,46	25%
FD/Satışlar	1,49	781,48	25%
Ağırlıklı Çarpan Değeri		764,5	

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Yurt Dışı Benzer Şirketler Çarpan Analizi

- Konya Kağıt ile aynı sektörde faaliyet gösteren hijyen kağıt üreticileri haricinde kalan şirketler tespit edilmiştir. Şirket'in 2018-2021/6 dönemi arasında gerçekleşmiş brüt kar marjı, faaliyet kar marjı ve FAVÖK marj aralıkları %22-%27, %16-%21 ve %18-%22 belirlenmiş ve benzer şirketler 2021/2Ç dönemine göre yıllıklandırılmış brüt kar marjı, faaliyet kar marjı ve FAVÖK marjı Bloomberg terminal verisi olarak alınarak, benzer şirketlerin marjları şirketin marjlarından birisini karşılayamıyorsa değerlendirme dışında tutulmuştur. Kar marjları bazında yapılan eliminasyon sonrası kalan 10 şirketin çarpanları kullanılarak çarpan analizi yapılmıştır.

Yurt Dışı Benzer Şirketler Çarpanları				
Şirket	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK	FD/Satışlar
EMPRESAS CMPC SA	9,71	0,48	6,28	1,24
SHANDONG SUN PAPER INDUSTR-A	9,39	1,67	7,81	1,74
INDAH KIAT PULP & PAPER TBK	9,14	0,75	5,79	1,62
SHANDONG CHENMING PAPER-B	3,59	0,49	8,38	2,00
SHANDONG BOHUI PAPER INDU-A	6,95	2,00	5,99	1,45
NAVIGATOR CO SA/THE	16,39	2,15	9,60	2,02
YFY INC	7,74	1,08	6,67	1,09
QUZHOU WUZHOU SPECIAL PAPE-A	16,63	4,06	12,3	2,65
JK PAPER LTD	18,31	1,69	11,14	2,29
XIAMEN ANNE CORP -A		2,22		6,29
Medyan	9,39	1,68	7,81	1,87

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

- Sonuç olarak F/K, PD/DD, FD/FAVÖK ve FD/Satışlar çarpanlarından elde edilen değerler eşit ağırlıklandırılarak yurt dışı benzer şirket çarpan analizinden şirket için 952,7 milyon TL piyasa değeri hesaplanmıştır.

Yurt Dışı Benzer Şirketler (Mn TL)	Çarpan(x)	Çarpan Değeri	Ağırlık
F/K	9,39	759,0	25%
PD/DD	1,68	1.329,3	25%
FD/FAVÖK	7,81	720,7	25%
FD/Satışlar	1,87	1.002,0	25%
Ağırlıklı Çarpan Değeri		952,7	

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

Yurt Dışı Benzer İşlemler Çarpan Analizi

Yurt Dışı Benzer İşlemler Çarpanları					
Hedef Şirket	Alan Şirket	F/K	PD/DD	FD/FAVÖK	FD/Satışlar
Georgia-Pacific LLC	Koch Industries Inc	36,51	3,19	7,63	1,1
Willamette Industries Inc	Weyerhaeuser Co	22,58		8,27	1,69
Mead Corp/The	Westvaco Corp		1,92	8,24	1,05
Bowater Pulp & Paper Canada Inc	Resolute FP US Inc				1,7
Boise Inc	Packaging Corp of America,		2,64	7,49	
Navigator Co SA/The	Semapa-Sociedade de Investimento e Gestao	32,44	1,77		1,9
Soporcel SA	Navigator Co SA/The	42,89	2,22	10,54	
Pacifica Papers Inc	Catalyst Paper Corp/Old			10,16	1,95
Double A 1991 PCL	Private Investor		2,24	10,56	1,38
Aracruz Celulose SA	Fibria Celulose S/A	26,46	3,16		
Andhra Paper Ltd	International Paper Co	43,2			
SCA Hygiene Products SE	Svenska Cellulosa AB SCA				
Andhra Paper Ltd	International Paper Investments Luxembourg Sari	40,91			1,3
SCA Hygiene Products SE	Svenska Cellulosa AB SCA	20,15	2,23	5,62	0,86
Andhra Paper Ltd	West Coast Paper Mills Ltd				
Cascades Fine Papers Group Inc	Cascades Inc	15,17	2,24		
Gescarlao SGPS SA	DS Smith Spain SA		2,59		
Phoenix Pulp & Paper PCL	Siam Cement PCL/The		1,94	7,26	
Andhra Paper Ltd	West Coast Paper Mills Ltd		2,35		1,26
ITC Bhadrachalam Paper BDS	ITC Ltd				
Leykam-Muertaler Papier und Zellstoff AG	Sappi Ltd				
Phoenix Pulp & Paper PCL	Siam Pulp & Paper Co Ltd/The				1,1
Celulose do Caima SGPS SA	Cofina SGPS SA	13,56		9,32	2,1
Rottneros AB	Arctic Paper SA				
Medyan		29,45	2,24	8,26	1,34

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

- Sonuç olarak F/K, PD/DD, FD/FAVÖK ve FD/Satışlar çarpanlarından elde edilen değerler eşit ağırlıklandırılarak yurt dışı benzer işlemler çarpan analizinden şirket için 1.403 milyon TL piyasa değeri hesaplanmıştır.

Yurt Dışı Benzer İşlemler (Mn TL)	Çarpan(x)	Çarpan Değeri	Ağırlık
F/K	29,45	2.380,67	25%
PD/DD	2,24	1.771,59	25%
FD/FAVÖK	8,26	766,33	25%
FD/Satışlar	1,34	693,23	25%
Ağırlıklı Çarpan Değeri		1.403,0	

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

İndirgenmiş Nakit Akımı Metodu

- İNA metodunda gelir tablosu ve bilançoya ilişkin projeksiyonlar geçmiş veriler ve Şirket yönetiminin beklentileri doğrultusunda hazırlanmış olup 2021-2031 yılları için projekte edilmiştir.
- **Satışlar:** 2021-2031 arası satış gelirleri tahminlerine ulaşırken Şirket'in paylaşmış öngörülerden faydalanılmıştır. Şirket, Konya ve Güneşli olmak üzere iki tesiste üretim yapmaktadır. Konya tesislerinden yapılan üretimlerin ağırlık birimi ton, Güneşli Tesislerinde yapılan üretimin birimi m² dir. Üretim ve satış rakamları Şirket tarafından paylaşılmış olup birim satış fiyatları ayrı ayrı ürün bazında hesaplanmıştır. 2021 - 2031 projeksiyon dönemi boyunca 2020 yıl sonu birim satış fiyatları tahmini enflasyon oranında artırılmıştır.
- **Satışların Maliyeti:** Satılan mal maliyeti personel, amortisman ve diğer satılan mal maliyeti kalemi bazında kırılarak hesaplanmıştır. Personel giderleri enflasyon oranında, diğer satılan mal maliyeti satış gelirlerine oranı ve amortisman, mevcut varlık ve sermaye harcamaları amortisman toplamı olarak hesaplanmıştır.
- **Amortisman:** 2020 yılsonu itibarıyla amortismanların %86'sı satılan mal maliyetine %1'i pazarlama satış ve dağıtım giderlerine ve %13'ü genel yönetim giderlerine yansıtılmaktadır. Amortismanların giderlere dağılımı 2021 - 2030 projeksiyon dönemi boyunca sabit tutulmuştur
- **Faaliyet Giderleri:** Faaliyet giderleri Pazarlama, satış, dağıtım ve genel yönetim giderleri olmak üzere iki farklı kaleme incelenmiştir.
- Pazarlama satış ve dağıtım giderleri personel giderleri, amortisman ve diğer pazarlama satış ve dağıtım giderleri olarak kırılmış ücret enflasyon oranında artırılmış, amortisman ise hesaplanan toplam amortismandan yansıtılan oranda ve diğer giderler satış gelirlerine oranı şeklinde hesaplanarak toplam pazarlama satış ve dağıtım gideri tahmin edilmiştir. Pazarlama satış ve dağıtım giderlerinin net satışlara oranı 2018-2020 yılları arasında yaklaşık %4 olarak hesaplanmış 2021-2031 projeksiyon döneminde değişmeyeceği öngörülmüştür.
- Genel yönetim giderleri personel giderleri, amortisman ve diğer genel yönetim giderleri olarak kırılmış ücret enflasyon oranında artırılmış, amortisman ise hesaplanan toplam amortismandan yansıtılan oranda ve diğer giderler satış gelirlerine oranı şeklinde hesaplanarak toplam genel yönetim gideri tahmin edilmiştir. Pazarlama satış ve dağıtım giderlerinin net satışlara oranı 2018 - 2020 yılları arasında yaklaşık %2 olarak hesaplanmış 2021-2031 projeksiyon döneminde değişmeyeceği öngörülmüştür.
- **İşletme Sermayesi:** İşletme sermayesi hesabında devir hızları baz alınmış 2021 yılı için 2021/6 dönemi devir hızı üzerinden hesaplamalar yapılmıştır. 2021-2031 arası projeksiyon döneminde alacak devir hızının 7,0'a ulaşacağı, stok devir hızının 4,3'e yükseleceği ve ticari borç devir hızının 18,5'e yükseleceği öngörülmektedir.
- **Yatırım Harcamaları:** Şirket'in yatırım harcamalarının satış gelirlerinin %1,1'i olacağı varsayılmıştır.
- **Ağırlıklı Ortalama Sermaye Maliyeti:** İNA metodunda AOSM hesabında Sermaye Varlıklarının Fiyatlama Metodolojisi'ne göre (CAPM) şirket için sermaye maliyeti, borçlanma maliyeti ve borçlanma oranı kullanılarak AOSM tespit edilmiştir.

- **Risksiz Getiri Oranı:** T.C. Hazine ve Maliye Bakanlığı tarafından TL cinsinden ihraç edilen TRT131130T14 ISIN Kodlu 10 yıl vadeli TL tahvil getirisi (13.10.2021 tarihi itibarıyla), riskten arındırılmış faiz oranı (Alış (%18,460) ve Satış (%18,430) getiri oranları ortalaması) %18,45 olarak kabul edilmiş olup tarafımızca makul karşılanmaktadır.
 - **Risk primi:** %5 kullanılmış olup tarafımızca makuldür.
 - **Beta:** BIST KAGT Endeksinde işlem gören şirketlerin 12.10.2021 tarihli varlık betası Şirket'in Borç/Özkaynak oranına göre düzeltilerek hesaplanan beta değeri 0,89 kullanılmış olup tarafımızca makul karşılanmakla birlikte yeni halka arzlarda çoğunlukla kullanılan 1 değerinin kullanılmasının daha doğru olacağı kanaatindeyiz.
 - **Özsermaye Maliyeti :** %23 olarak hesaplanmıştır.
 - **Borçlanma Maliyeti:** Şirket'in mevcut durumda kullandığı TL-Dolar ve Euro emsinden kredilerin TL maliyetleri tahmin edilmiş, tahmin edilen TL maliyetleri kredi tutarlarına göre ağırlıklandırılarak bulunan değer borçlanma maliyeti olarak dikkate alınmıştır. Yapılan hesaplamalar sonucunda borç maliyeti %12,7 olarak hesaplanmış olup makuldür.
 - **Borç Oranı:** Geçmiş dönemdeki ortalama finansal borç/özkaynak oranına benzer olan %11 borç - %89 ortalama özkaynak dağılımının devam edeceği tahmin edilerek borç oranı %11 kullanılmış olup tarafımızca makul karşılanmaktadır.
- Böylelikle AOSM, 2021 yılı için %21,50 olarak hesaplanırken, 2022 ve 2023 yıllarında sırasıyla %21,46 ve %21,49, 2023-2031 yılları arasında ise %21,53 olarak hesaplanmıştır.
 - **Uç Değer Büyüme Oranı:** %5 olarak varsayılmıştır.
 - Sonuçta İNA'dan şirket için, firma değerinden 83 milyon TL net borç düşülerek ve 303,1 milyon TL yatırım amaçlı gayrimenkul değeri eklenerek 1.064,3 milyon TL piyasa değeri hesaplanmıştır.

Halka Arz Değeri

Değerleme Sonucu (Mn TL)	Ağırlık	Değer
İNA	50,0%	1.064,3
Yurt Dışı Benzer Şirketler	12,5%	952,7
Yurt Dışı Benzer İşlemler	12,5%	1.403,0
BİST100 Endeksi	12,5%	764,5
BİST Kağıt	12,5%	1.781,0
Ağırlıklandırılmış Piyasa Değeri	100,0%	1.144,8
Ödenmiş Sermaye		130
Pay Başı Değer (TL)		8,81
Halka Arz İskontosu		21,08%
Halka Arz Fiyatı (TL)		6,95

Kaynak: Fiyat Tespit Raporu

- Halka arz talep toplama fiyatı belirlenirken İNA'ya %50, çarpan analizinden hesaplanan piyasa değerlerine %12,5'er ağırlık verilmiş ve %21,08 halka arz iskontosu uygulanarak pay başına 6,95 TL halka arz değeri tespit edilmiştir. Uygulanan %21,08'lik iskontonun makul olduğunu, değerde oluşabilecek riskleri elimine edebilecek büyüklükte olduğunu düşünmekteyiz.

Sonuç

- Fiyat tespit raporunda şirket ve faaliyet gösterilen sektör hakkında yeterince aydınlatıcı bilgiler yatırımcıya sunulmuştur.
- Konya Kâğıt'ın fiyat tespitinde Çarpan Analizi metoduyla beraber İndirgenmiş Nakit Akımları yöntemi de kullanılmıştır. İNA'nın şirketin büyüme potansiyelini, nakit üretme kabiliyetini, gelecek dönemde ihtiyaç duyacağı fon miktarını ve yönetimin gelecek yıllardaki şirket performans beklentisini göstermesi açısından en uygun yöntem olduğu akademik makalelerde ifade edilmekte ve piyasada da sıkça bu yöntem kullanılmaktadır. Konya Kâğıt özelinde İNA'nın kullanılmış olmasını olumlu değerlendiriyoruz.
- Halk Yatırım tarafından Konya Kâğıt'ın halka arz fiyatının belirlenmesinde BİST Orman, Kağıt, Basım Endeksi, BİST100 Endeksi ve yurt dışı benzer faaliyet gösteren şirketlerin Fiyat/Kazanç (F/K), Firma Değeri/FAVÖK (FD/FAVÖK), Piyasa Değeri/Defter Değeri (PD/DD) ve Firma Değeri/Satışlar (FD/Satışlar) çarpanlarının medyanı kullanılmış olup tarafımızca makul bulunmaktadır.
- Çarpan analizinde Konya Kâğıt'ın gelir tablosu kalemleri için 2021/6 seçilmiş finansal/6x12 formülü ile yıllıklandırılmış ve özkaynak 2021/6 dönemi bilançodaki veri üzerinden değerlemeye dahil edilmiştir. Çarpan Değeri hesaplaması yapılırken Konya Kâğıt için gelir tablosu kalemleri için son 12 aylık (30.06.2020- 30.06.2021) finansallarının kullanılmasının daha doğru olacağı kanaatindeyiz.
- Halk Yatırım çarpan analizinde FAVÖK değeri olarak şirketin esas faaliyetlerden diğer gelir/gider kaleminin de dahil olduğu FAVÖK2'yi kullanmıştır. BMD olarak gelir tablosu gösteriminde Esas faaliyetlerden diğer gelir/giderin dahil olmadığı FAVÖK1 olarak adlandırdığımız rakamın kullanılmasının muhafazakar tarafta kalmak açısından daha doğru olacağı kanaatindeyiz.
- İNA metodunda Şirket yönetiminin beklentileriyle geçmiş mali veriler ışığında analiz edilerek 2021-2031 yılları için projekte edilmiş olması makuldür.
- İNA'da, yatırım amaçlı gayrimenkul olarak sınıflanan ve gerçeğe uygun değeri ile kayıtlarda yer alan arsa, faaliyet dışı varlık olarak kabul edilmiş ve 2020 yıl sonu değeri olan 303,1 milyon TL ile değerlemeye dahil edilmiştir.
- Halka arz talep toplama fiyatı belirlenirken Çarpan Analizi ve İNA'dan hesaplanan piyasa değerlerinin ortalaması alınmış olması tarafımızca makul bulunmaktadır.
- Uygulanan %21,08'lik iskontonun makul olduğunu, değerde oluşabilecek riskleri elimine edebilecek büyüklükte olduğunu düşünmekteyiz.
- Sonuç olarak Kâğıt'ın halka arz fiyatının tespit edilmesinde %21,08 halka arz iskontosu sonrası hesaplanan 6,95 TL pay başı talep toplama fiyatının makul olduğu kanaatindeyiz.